

BlackRock®
贝莱德

2021年全球 投资展望

贝莱德智库

投资新秩序

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM



Philipp Hildebrand

副主席—贝莱德



Jean Boivin

主管—贝莱德智库



Elga Bartsch

宏观研究主管 — 贝莱德智库



Mike Pyle

全球首席投资策略师 — 贝莱德智库



Scott Thiel

首席固定收益策略师 — 贝莱德智库

目录

前言	2-4	论坛焦点	8-10
概要	2	自下而上观点	8
引言	3	地缘政治	9
宏观格局	4	新兴市场	10
主题	5-7	资产配置	11-15
名义利率新内涵	5	战略配置观点	11-12
全球化重塑	6	方向性观点	13
结构性转变加速	7	战术配置观点	14-15

我们认为当前市场的投资新秩序已逐渐浮现。新冠疫情大流行正在加速经济体及社会运作模式的重大转变。我们认为可持续发展、不平等问题、地缘政治以及宏观经济政策等方面正经历转变。我们根据这些转变制定了**2021年**的投资主题：名义利率新内涵、全球化重塑和结构性转变加速。虽然投资新秩序仍在演变，投资者须适应相关变化，但其基本特点已逐渐清晰，我们认为投资者应从现在开始重新审视投资组合基本配置。

传统经济周期的情况不适用于此次大流行疫情。我们认为疫情冲击与大规模自然灾害的冲击更相似，经济会在其后迅速重启。疫情造成的最终累计经济损失对金融市场影响深远，早在危机初期，我们就估计最终累计经济损失将远低于全球金融危机造成的损失。

此观点成立的前提是政府推出稳健扶持政策，以协助家庭及企业应对收入骤减的冲击。新冠疫苗测试初步成果理想，也使我们观点框架的信心进一步增加。随着压抑的需求逐步释放，经济重启步伐有望在**2021年**重新提速。由于经济前景渐趋明朗，我们认为市场对经济全面重启的预期将迅速反映在价格上。

美国及欧洲在短期内面临多项挑战：确诊病例回升可能直接导致经济收缩。政策工具耗尽的风险不断升温，美国风险尤其显著，持续推行扶持政策是减少长期经济损害的关键。然而，疫苗面世的利好消息可扭转市场走势，因其让我们看到战胜疫情的曙光，同时使政策制定者、企业及市场对后疫情时代经济前景转趋乐观。

因此，我们认为不必对短期内出现的市场波动感到忧虑。在战术配置方面，我们上调对股票的观点，以提高整体风险水平，并采取按行业选股的方针。由于疫情冲击促使行业加速转型，我们看好科技及健康护理行业。此外，为平衡投资组合配置，我们还倾向选择最可能受益于经济重启的资产类别，例如新兴市场股票及美国小盘股。我们超配亚洲（日本除外）股票及亚洲固定收益资产，因该地区防控疫情成效显著；并看好可受益于中国增长趋势的资产。

政策改革对我们的战略配置观点影响重大，因在政策改革作用下，通胀升温对名义收益率的影响减弱。即使通胀上升，央行仍会致力限制名义收益率上升。因此，投资者需采用新策略以应对此形势。我们低配政府债券，且对股票的策略配置比重高于一般通胀升温期间的配置比重。可持续发展是我们观点的关键因素，因我们认为可持续投资将成为未来数十年的长期趋势。与以往普遍看法不同的是，我们认为此趋势有助于提升回报。从可持续发展投资角度，选择私募市场资产是提升投资组合抗跌性的有效方法。

投资新秩序

我们在疫情加剧及美国历史性大选刚刚结束的关键时刻举行2021年线上投资展望论坛，重点探讨四大方面的转变：

首先，新冠疫情使劳动安全等过往被忽略的环境、社会及治理因素获得关注，极端天气事件使应对气候变化的措施受到更广泛支持。其次，收入、财富及种族不平等现象加剧，导致对现状的不满情绪升温，可能导致富裕人群被加征税款、最低工资水平上调并使央行独立性受到威胁。

此外，新冠疫情加速地缘政治趋势的形成，例如中美两极世界秩序的形成及全球供应链重新布局。我们认为这并非去全球化，而是反映全球各地正逐步适应这一新秩序。最后，财政及货币政策部门史无前例的合作，彻底改变了政策格局。即使全球债务比率创历史新高，政府部门也无意收紧财政政策。不平等现象造成的政治后果可能使财政赤字居高不下。

央行最新政策框架可能使利率在通胀升温的情况下依然处于偏低水平。此外，有迹象表明在新投资秩序下，各地央行决策受政治影响程度逐渐加深。

我们预期供应链弹性受到重视会导致生产成本上升，而大型企业在这环境下具有较强的定价能力。总结上述因素，我们认为市场低估了通胀风险，而此次通胀上升趋势与上个经济扩张周期通胀升温的情况截然不同。

这对战略性资产配置产生重大影响。主要考量因素包括重新审视发达市场名义政府债券的作用，因政策改革将导致实际收益率下降。与以往通胀上升时期不同的是，折现率受政策限制，将为股票提供有利环境。这也意味着通胀挂钩债券将受青睐。我们认为这些因素影响广泛且充满变数，因此，我们会在未來数年密切关注其走势。

名义利率新内涵

我们认为，尽管通胀预期升温，但随着疫苗带动经济加速重启及央行限制名义利率上升，经济增长步伐有望加快，而实际收益率将下降。通胀将产生有别于以往的影响。

战略性影响：我们低配政府债券，并认为实际利率下跌利好股票走势。

战术性影响：我们预测利率仍将处于偏低水平，因此继续上调风险水平。我们看好美国股票，并侧重高收益债券以赚取收益。

全球化重塑

疫情加速地缘政治的转变，如世界格局呈现中美两极分化，以及全球供应链重新布局，以增强弹性而非强调效率。

战略性影响：我们倾向采取多元化市场配置和高于基准权重的中国资产配置。

战术性影响：我们看好新兴市场股票，特别是亚洲（日本除外）股票，并低配欧洲及日本股票。

结构性转变加速

疫情加速现有结构性趋势的发展，例如可持续发展更受关注，国家内部及不同国家之间的不平等现象加剧，以及电子商务发展迅速，传统零售日渐式微。

战略性影响：鉴于社会价值观更趋注重可持续发展，因此我们看好可持续发展资产表现。

战术性影响：我们采用杠铃策略，侧重在优质股票与精选周期性资产之间作出均衡配置。

经济有望加速重启

因应新冠疫情对个人及企业的冲击，在考虑到美国可能无法加推财政刺激政策下，我们认为，疫苗广泛普及的时间表是推动经济重启的主要关键。我们的基本观点是经济将在2021年后段全面重启，有关疫苗研发的利好消息进一步增强我们对此一观点的信心。

疫苗面世在即让我们看到战胜疫情的曙光，同时使政府、企业及家庭对后疫情时代经济前景转趋乐观，有助减少疫情对经济的长期损害，并为加推扶持政策提供理据。我们认为在这形势下，风险资产较易消化短期不利因素，价格也将迅速反映市场对经济加速重启的预期。

住院及死亡人数上升，导致各国再度实施封锁措施，短期内会使经济重启面临较大阻力。目前看来，欧元区经济可能在第四季度出现收缩，美国情况也可能类似。

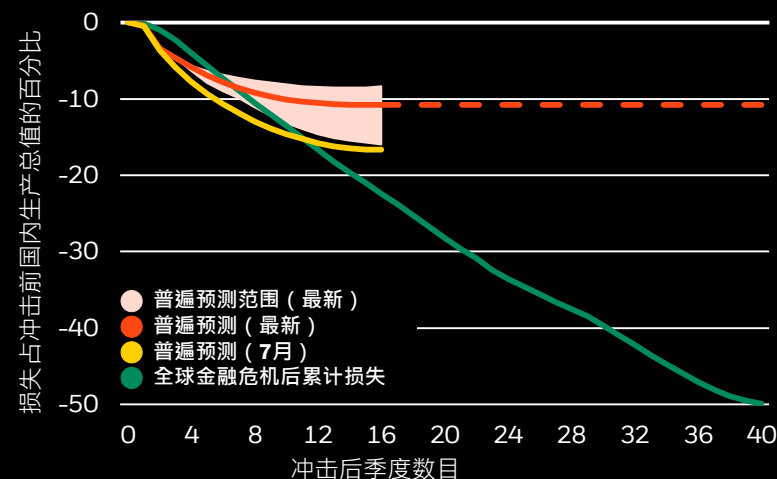
我们认为疫情反复不会显著扩大国内生产总值与疫情前水平的累计差距。疫情导致的累计损失对金融市场影响同样相对可控，根据市场普遍预测的增长水平，累计损失将远低于全球金融危机时期的损失，也低于7月预期水平。详见图表。

我们认为传统的经济周期分析不适用于新冠疫情冲击。疫情与自然灾害的冲击相似，经济会在其后迅速重启，不会造成显著的长期经济损害。我们预期疫情将加快结构性变革进程。由此可见，新冠疫情有别于2008年金融危机，当时引发去杠杆及趋势增长水平下滑的“失落十年”。

上述看法支持我们上调整体风险水平的观点，具体而言，我们通过战术性超配股票来反映这观点，包括超配部分周期性股票，例如美国小盘股以及新兴市场及亚洲（日本除外）股票。我们还低配投资级别债券，并利用所得资金超配可受益于周期性升势的资产，例如高收益债券及亚洲固定收益资产。

经济损失较小

全球金融危机后的美国国内生产总值缺口及疫情冲击产生的估计损失对比



信息来源：贝莱德智库，数据来自Reuters News，截至2020年11月。注：绿色线显示自2007年底起的累计经济损失，即美国当时估计名义国内生产总值与假设其按全球金融危机前的趋势水平增长（每年3.4%）的差距。橙色实线显示对新冠疫情导致的累计经济损失的最新估计，以2019年底为起始点计量，并假设危机前趋势增长水平为3.35%（新冠疫情爆发前20年的平均值）。国内生产总值估计反映Reuters在2020年9月25日刊发的经济学家调查的中位数。仅依据16个季度的调查数据。我们假设在该时间点后回归趋势增长水平（橙色虚线）。黄色线显示截至2020年7月的估计累计损失。仅供说明。概不保证任何预测将可实现。假设情境受若干重要限制所局限，特别是疫情仍在发展中，是否导致更广泛的经济活动停摆仍有待观察。

疫苗面世在即让我们看到战胜疫情的曙光，同时令政府、企业及家庭对后疫情时代经济前景转趋乐观。

主题1

名义利率新内涵

“名义利率新内涵”不仅指我们所预期的未来五年通胀上升趋势，而是指短期内增长步伐加快，并最终导致通胀上升，但却不会使名义债券收益率如往常一样上升。因此，我们认为市场所受影响与以往不同。过去通胀升温会导致利率升高，带动折现率上扬，导致各资产类别的估值受压，让投资者付出高昂代价。但我们认为在政策改革的作用下，通胀若从目前水平上升，会对风险资产带来有别于以往的利好影响。

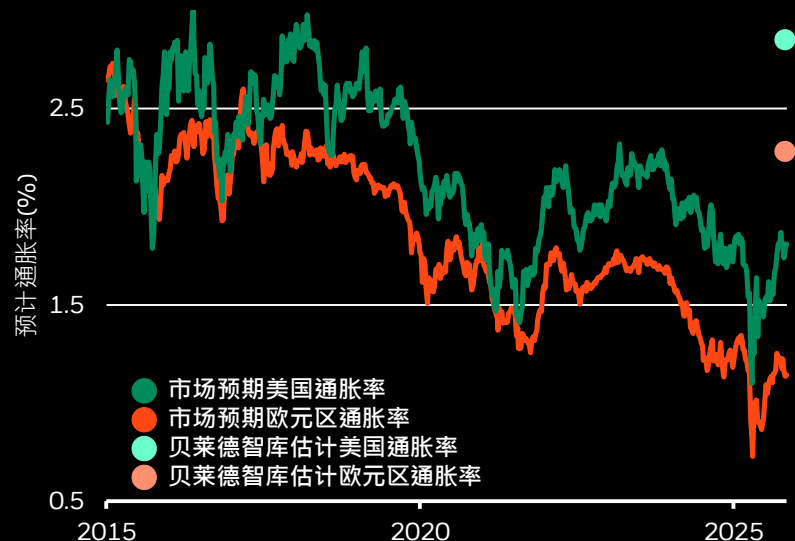
央行已表示允许经济过热，并可通过政策框架改革，容许通胀升至高于目标水平，以弥补此前通胀低于目标的影响。同时，财政及货币政策改革作为抵御新冠疫情冲击的必要措施，可能使央行承受更大的政治压力，使其控制通胀的能力受限。我们认为央行可能会遏制名义收益率上升，以避免金融条件过分收紧的不利局面。

由于全球供应链重新布局，生产成本势必增加，企业可藉此机会运用定价能力避免利润率下滑。企业降低成本可在短期内缓解通胀压力。但在低通胀持续长达十年的情况下，即使通胀按我们的基本观点小幅上升（每年约2.5-3%），也会对市场造成始料未及的影响。详见低估通胀风险图表。

发达市场政府债券在投资组合内的作用受到挑战；由于收益率接近实际下限且央行在增长加快情况下仍遏制收益率上升，我们认为此类债券分散风险的作用将被削弱。实际收益率可能走低，是我们在战略配置上看好通胀挂钩证券的原因之一。更重要的是，我们认为名义债券收益率受限的新常态将利好风险资产。因此，我们从战术角度提升风险水平，并将股票的战略配置比重维持在高于以往通胀升温时的水平，因通胀上升不会对名义收益率产生与以往相同的影响。

低估通胀风险

贝莱德对未来通胀的估计与市场定价反映的预期（2015年至2025年）



前瞻估计未必能够实现。信息来源：贝莱德智库及美联储，数据来自Refinitiv Datastream，2020年11月。注：图表显示市场定价反映的预期未来5年期间平均通胀率。我们采用5年/5年通胀掉期列示，该方法衡量市场对5年后起计5年期间通胀的预期。图表中曲线前移5年。橙色及绿色圆点显示我们目前对2025年至2030年5年期间美国消费物价指数及欧元区平均通胀率的估计。欧元区数据涵盖全部19个成员国。

根据以往经验，当市场普遍坚信通胀将持续处于偏低水平，且这一观点在学界及政策框架层面广受认可时，也正是通胀风险最高之时。

主题2

全球化重塑

新冠疫情加速地缘政治趋势的形成，包括世界局势朝向中美两极分化以及全球供应链重新布局，以提高弹性并减少对效率的关注。

中美两国将继续进行战略性对抗，科技行业将成为竞争及两极分化的主要领域。未来两国可能会更注重关键产业的科技自给自足。中国正致力在传统上落后于美国的基础科技方面占据领先地位，包括半导体板块。

因此，我们认为投资者应该同时在这两个市场进行配置，以便全面捕捉全球增长带来的投资机会。我们认为美国可能会调整与中国关系的重心：更关注气候变化及人权问题而非双边贸易逆差。与此同时，中国正在向全球投资者开放资本市场，因此这并非简单的去全球化趋势。

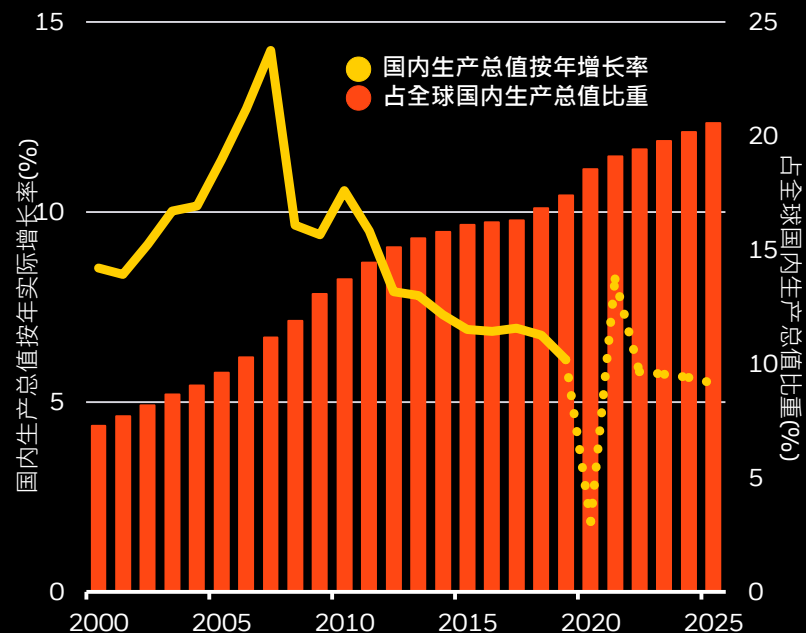
即使中国国内生产总值增长率随经济日渐发达而呈下滑趋势，但其占全球国内生产总值比重仍稳步上升。中国经济增长率正逐步回复至疫情前的趋势水平，与其在全球金融危机后迅速复苏的情况如出一辙。详见 *中国所占比重不断攀升* 图表。

我们认为应将受益于中国增长趋势的资产作为核心战略性持仓，因其具备有别于新兴市场资产的独特吸引力。提升中国资产在投资组合内的配置比重有助于分散风险及提升回报。由于许多全球投资者对中国资产投资比重仍然偏低，而中国股票市场在全球指数所占权重不断扩大，我们预期投资资金将持续流向亚洲市场。

投资中国资产的风险包括中国债务水平过高、人民币贬值以及中美争端。但我们认为投资者承担这些风险可获得丰厚回报。如何建立有关持仓将取决于适用于投资者的限制规定，包括政治及法律方面的限制。

中国所占比重不断攀升

中国国内生产总值按年增长率及占全球国内生产总值比重（2000年至2025年）



信息来源：贝莱德智库及国际货币基金组织，数据来自HaverAnalytics，2020年12月。注：黄色线显示中国国内生产总值按年实际增长率。虚线显示国际货币基金组织预测数据。橙色柱显示过去及预测中国占全球国内生产总值比重。概不保证任何预测将可实现。

我们认为中国是推动全球经济增长的强大支柱，具备有别于新兴市场的独特投资吸引力。

主题3

结构性转变加速

新冠疫情使若干现有结构性趋势的发展步伐显著加快，包括可持续发展受到更多关注；财富、收入及健康不平等情况加剧；及电子商务发展迅速。

新冠疫情使以往未受重视的可持续发展相关因素以及供应链弹性获得关注。例如，欧元区将绿色基建及数字化投资作为经济重启工作的重心，有助加快向低碳经济转型的步伐。

国家内部及不同国家之间（尤其是新兴市场）在公共卫生基础设施质量以及健康医疗供应方面存在巨大差异，在大流行疫情冲击下，这些方面的不平等现象获得更多关注。

新冠疫情加快电子商务行业蓬勃发展的步伐，也使本已陷入困境的实体零售业加速消亡。详见线上购物图表。

新冠疫情令“赢家通吃”的趋势更为显著，导致少数科技巨企在近年股市指数表现中占据领先地位。

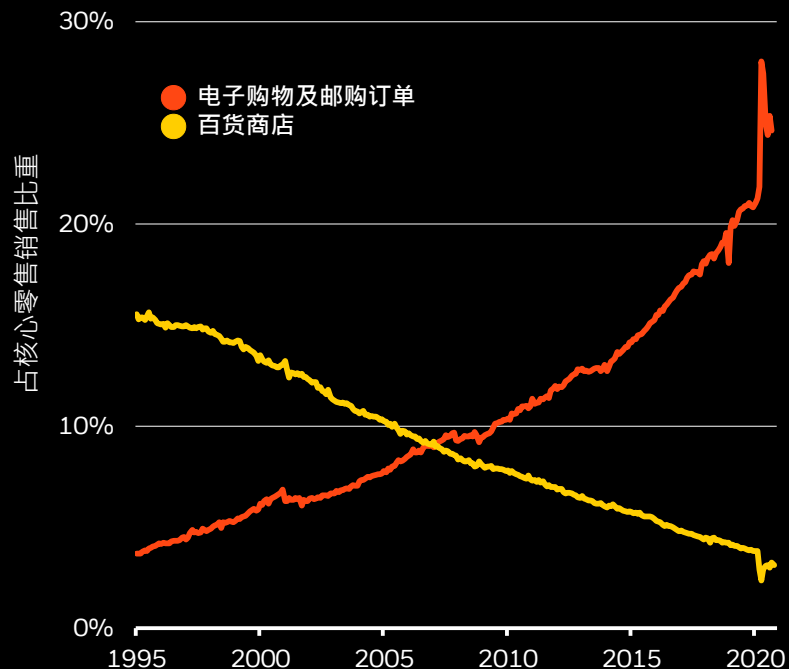
虽然今年科技业估值上升，但我们认为该行业仍可受益于长期结构性利好因素，可通过选持质量因子、美国股票及亚洲（日本除外）股票把握该行业的投资机遇。

加速转变的趋势也支持我们在投资组合战略配置上看好可持续发展资产的观点。我们认为在全球向低碳经济转型的漫长过程中，资金将持续流入可持续发展资产（详见第11页）。

我们认为，加速发展的结构性转变促使投资者全面重新审视战略性投资组合，而不是只作局部微调。我们认为仅通过投资不同资产类别分散风险并不能完全满足投资者的需求，更关键的是要在国家、行业及证券层面进行细致分析。

线上购物

占美国核心零售销售比重（1995年至2020年）



信息来源：贝莱德智库及美国人口普查局，数据来自Refinitiv，2020年11月。
注：线条显示美国电子购物及邮购订单以及百货商店零售销售占核心零售销售比例（零售销售不包括建筑材料、汽车、加油站及食品）。

新冠疫情使若干现有结构性趋势的发展步伐显著加快，包括可持续发展受到更多关注，以及电子商务大行其道。

论坛焦点

自下而上观点

在新冠疫情冲击下，各行业均出现优胜劣汰现象。我们采用自下而上的分析框架将企业分为三类：陷入困境且可能一蹶不振；遭受冲击但能重回正轨；以及实力强劲且能进一步增长。

航空公司属于第一类。商务旅客贡献利润占比极高，但商务差旅复苏进度可能比休闲活动慢，因许多公司发现在网上举办活动能节省成本。

房地产、原材料以及汽车行业属于第二类。这些行业在市场最初出现抛售时遭受重创，但当美国经济中受利率影响较大的领域复苏时，上述行业的回升幅度将超出市场预期。

科技行业属于第三类，我们认为该行业能保持强劲增长：借助加速发展的趋势，在收益率处于低谷的环境下提供难得的增长机会。该行业在全球股票市场中的股本回报率最高。详见 *不同行业回报迥异* 图表。

我们认为低利率环境不会影响科技业的高利润率。我们的基本观点是美国在分立政府下意味着不大可能加税。此外，云计算、网上广告及数字支付等多个科技趋势尚处于早期应用阶段，未来增长空间仍然庞大。

尽管近期市场涨幅集中在科技行业构成风险。但我们认为该行业内会有更多企业受益于5G科技等不同主题。软件及半导体行业可能领涨，因行业监管风险较小，并可受益于长期增长趋势。

“

电子商务渗透率可能提早达到**2-3**年后的预期水平。”

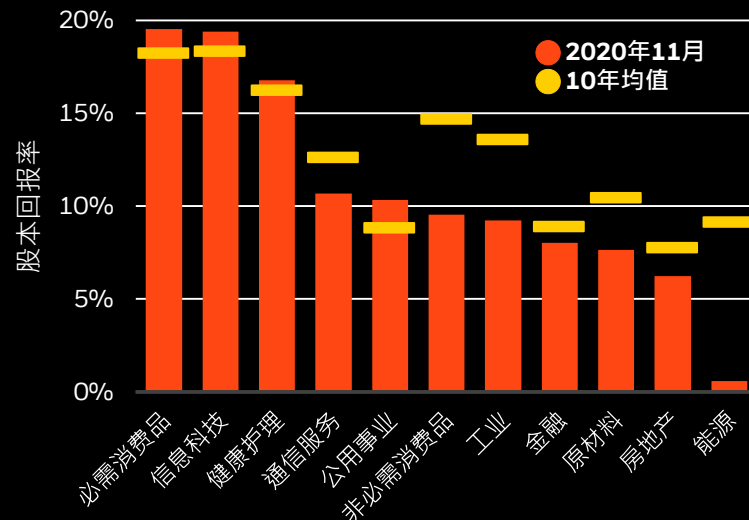


Sarah Thompson

全球配置团队成员

不同行业回报迥异

MSCI所有国家世界指数行业股票的股本回报率（2020年11月）



过往表现并非未来业绩的保证。指数不受管理，不反映任何费用。无法直接投资指数。信息来源：贝莱德智库，数据来自MSCI及Refinitiv，2020年11月。注：图表显示截至11月MSCI所有国家世界指数按行业划分的股本回报率与10年平均值的比较。

我们认为科技业能够保持强劲增长：藉助加速发展的趋势，在收益率处于低谷的环境下提供难得的增长机会。

论坛焦点

地缘政治

候任美国总统拜登面对疫情持续肆虐、经济低迷以及国内分化严重的局势。我们的基本观点是民主党不会赢得参议院控制权，因该党须在1月5日乔治亚州第二轮投票中赢得两席才能得到控制权，而12月初民调显示两场竞选势均力敌，并无绝对胜算。

我们认为如果共和党继续掌握参议院控制权，美国将出现分立政府，其推行的政策可能会反映两党意见的妥协，而不会出现大刀阔斧的变革。重大立法（包括大规模财政刺激措施及公共投资）将面临严峻阻力。但为与中国在科技领域抗衡，两党可能在研发支出等问题上作出妥协。

地缘政治方面的主要影响为美国贸易及外交政策的可预测性增强，且会与盟友紧密合作。美欧紧张关系（特别是在贸易方面）有望缓解。贸易紧张局势纾缓以及美国支持多边债务减免的措施，有望利好新兴市场。如**全球紧张局势有所缓和**图表所示，市场对地缘政治风险的关注度已从2018年峰值回落。

拜登任命前国务卿克里担任美国气候事务特使，并计划重新加入有关气候变化的巴黎协定，表明气候变化可能将成为美国外交政策的核心议题。

我们预期美国将支持以色列与阿拉伯国家持续和平共处。拜登政府可能开展外交磋商，以期重新加入伊朗核协议，但近期紧张关系升温可能使谈判面临阻力。我们认为中美关系将继续处于激烈对抗状态，特别是在科技行业。争端可能扩大到金融领域及人权问题，但两国在气候及公共卫生政策等方面仍有合作空间。

“

我们认为美国将重新采取较传统的领导方针，更注重盟友合作并重新推行多边主义。”



Tom Donilon

贝莱德智库主席

全球紧张局势有所缓解

贝莱德地缘政治风险指标（2008年至2020年）



信息来源：贝莱德智库，数据来自Refinitiv。数据截至2020年11月13日。注：我们识别与此地缘政治风险及贝莱德统计得出的相关字词，并使用文本分析计算这些字词在Refinitiv券商报告数据库及道琼斯全球通讯社数据库出现的频率。其后根据文字反映的正面或负面情绪进行调整并评分。得分为0表示贝莱德地缘政治风险指标的以往平均值。得分为1表示贝莱德地缘政治风险指标较平均值高一个标准差。在计算平均值时，近期数据所占权重较高。

我们预期美国外交及贸易政策的可预测性将增强，利好以出口为主的新兴市场。

论坛焦点

新兴市场

发达市场央行推出的强有力刺激措施利好新兴市场。政策改革意味着这方面的利好作用将持续更长时间，而不会受通胀上升影响。在全球渴求收益的环境下，我们认为这将推动投资资金流入新兴市场，以赚取票息收益。新兴市场也可受益于2021年全球周期性升势，以及拜登政府就任后美国贸易政策的可预测性增强。这些因素支持我们在战术上超配新兴市场股票，并将对新兴市场当地货币及硬通货债券的观点上调至中性。

但对于表现差异如此显著的资产类别，精选不同国家及同一国家内具潜力的持仓是致胜关键。大流行疫情使部分严重隐患的风险加剧。新兴市场大部分国家面对结构性增长挑战以及债务增加的困境。我们认为部分新兴国家可能须在未来几年清算债务。这将进一步扩大各国回报差距：基本面较佳的新兴市场国家表现将遥遥领先。

事实上，这种情况已开始出现。财政赤字最严重的国家货币大幅贬值，而亚洲国家货币在强劲基本面支撑下展现较强抗跌性。详见新兴市场实力强弱对比图表。若实际收益率下降及全球风险偏好程度回升，美元有望企稳或下跌，利好新兴市场2021年走势。

我们认为新兴市场资产类别组成极为复杂，须进行细致分析及筛选。发达市场与新兴市场的界限也日渐模糊。中国及部分亚洲其它国家疫情基本上受控，且经济重进程领先。这支持我们看好亚洲（日本除外）股票的观点。

“

新兴市场与发达市场的界限日渐模糊，而新兴市场各国表现差异显著。”

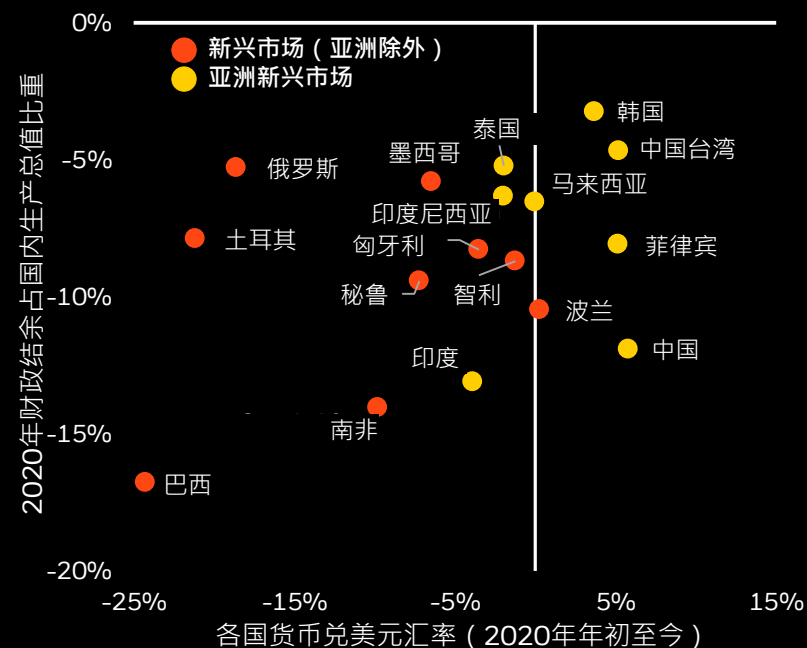


Sergio Trigo Paz

新兴市场固定收益主管

新兴市场实力强弱对比

新兴市场财政结余及货币表现（2020年）



信息来源：贝莱德智库及国际货币基金组织，数据来自Refinitiv，2020年11月。
注：图表显示MSCI新兴市场指数前20个国家（不包括货币与美元挂钩的国家）。2020年政府财政结余数据为国际货币基金组织估计值。黄色圆点代表亚洲经济体，橙色圆点代表其它新兴市场经济体。

全球流动性充裕及有望迎来周期性升势利好新兴市场在**2021**年的表现，但由于各市场基本面差异显著，精选同一国家内及不同国家具潜力的持仓是致胜关键。

战略配置观点

可持续发展

我们认为可持续发展已迈入重要转折点。欧盟及中国最近宣布更激进的净零排放目标，需要投入庞大资金，才能实现向绿色经济转型。

投资偏好转变及资金流入可持续资产，反映可持续发展投资趋势正在兴起。我们认为此趋势会持续数十年。因此，可持续发展成为我们投资方针的关键要素，并将其纳入各资产类别的回报预期。

许多投资者认为向绿色经济过渡耗资不菲，将拖累增长，但我们认为这是受误导的看法，因我们预期未来数十年极端天气及气候变化的其它影响将降低增长潜力，而相比这一基本情形，致力减低气候变化的损害有望提振经济增长。

我们认为碳效益（即碳排放量占企业市值百分比）是导致不同行业及企业在重新定价过程中估值出现分歧的主要原因。详见《向绿色经济转型》图表。碳排放量偏高的企业可能会遭受监管处罚，承担较高的税款及融资成本。随着投资者逐渐转向可持续资产投资，碳效益最高的企业会展现出较强的风险（例如碳排放税）抵御能力，因此估值也会较高。

投资可持续发展资产是否意味着牺牲回报？这种情况只有当“绿色”资产以溢价交易而“棕色”资产以折价交易时才可能发生。但我们认为在此之前仍须经历漫长过渡期，而绿色资产有望在过渡期取得领先表现。

“

这冲击是气候变化所致灾难的预演。由此可见，科学对政治决策的影响力可能上升。”

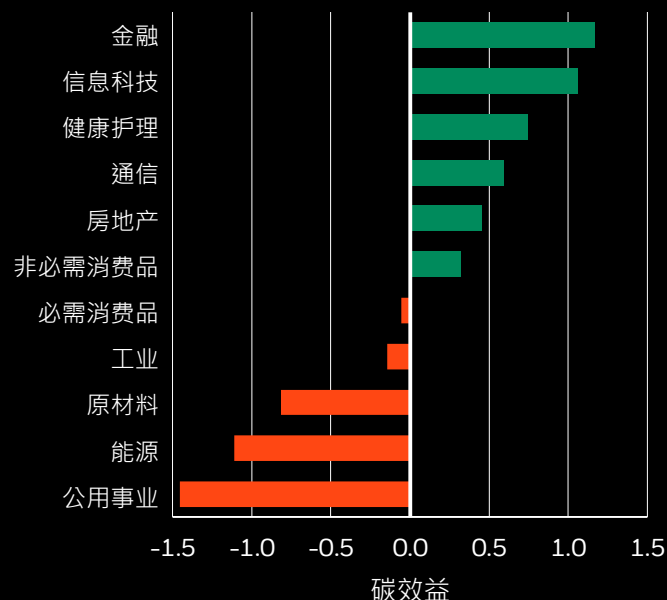


Carole Crozat

主题研究主管 – 贝莱德可持续发展投资

向绿色经济转型

MSCI行业估计碳效益（2020年12月）



指数不受管理，不反映任何费用。无法直接投资指数。信息来源：贝莱德智库，数据来自Refinitiv Datastream及MSCI，2020年11月。注：图表显示MSCI美国指数主要子行业的碳效益（以碳排放总量相对于企业总市值的比例计量）。碳效益指标以Z评分列示，涵盖范围一（自有或受控来源的直接排放）及范围二（采购电力的间接碳排放），有助评估企业受碳定价倡议影响程度。碳定价倡议是缓解气候变化影响的政策之一。

可持续发展投资的探讨范围有所扩展。我们更注重回报潜力及超额回报，而非在价值观与回报之间作出取舍。

战略配置观点

私募市场

在后疫情时代，许多企业可能需通过私募信用债进行债务重组。我们认为这类投资具备增长及分散风险的潜力。虽然私募市场流动性较低，并不适合所有投资者，但我们认为其可在策略性投资组合内发挥重要作用。

债务重组需求的规模可能超越全球金融危机后的最高水平。如《重组机遇》图表所示，自2007年以来，未赎回的投资级别以下债券金额增至5.3万亿美元，达到2007年金额的两倍以上。可见私募信用债领域增长极为迅速。

随着债券市场规模扩大及整体发债成本下降，企业杠杆水平不断上升，加上新冠疫情相关冲击导致收益大跌，使许多企业陷入困境。这形势为债务重组及不良债务专家带来机遇。选择能够评估信贷风险并构建具抗跌性投资组合的私募市场资产管理人是关键所在。债务重组往往涉及债权人之间的复杂谈判。

我们认为许多机构投资者对私募市场的投资比重仍然偏低，并可能低估自身承担流动性风险的能力。在政府债券分散风险作用减弱的环境下，我们认为私募市场能在提升投资组合抗跌性方面发挥重要作用，为投资者提供难以通过公开市场捕捉的相关投资机遇。

我们还发现与公开市场相比，私募市场有更多赚取超额回报的机遇。能争取较有利债券条款的资产管理人有望取得超额回报。因此，我们认为回报潜力还取决于资产管理人的能力，并非承受较高风险便能取得较高回报。

“

我们认为后疫情时代企业重组融资可为私募市场创造史上罕见的机遇。”

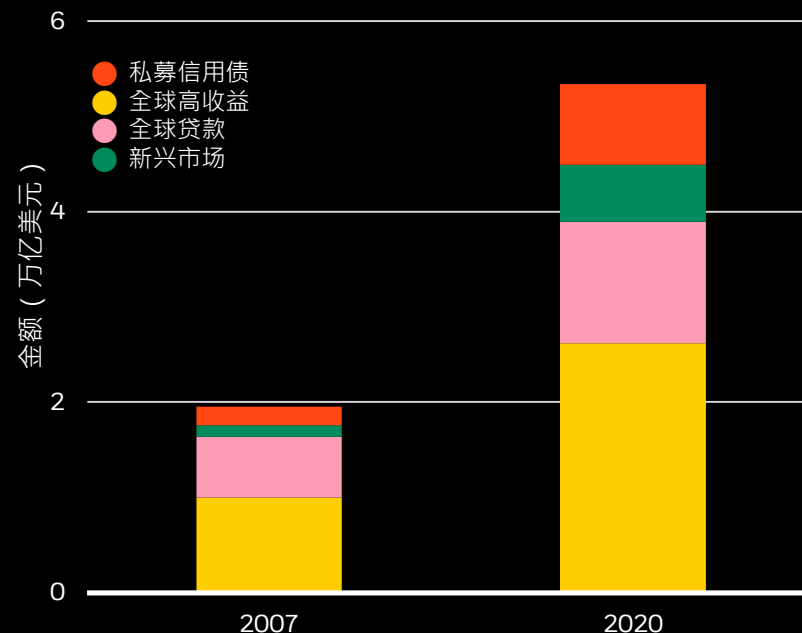


Mark Everitt

贝莱德另类投资团队投资
研究及策略主管

重组机遇

未赎回的投资级别以下债券（2007年及2020年）

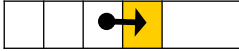
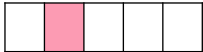


信息来源：贝莱德智库，2020年10月。注：使用的指数为彭博巴克莱全球高收益指数、标普 / 银团贷款及交易协会杠杆贷款指数 + 标普欧洲所有贷款指数及摩根大通新兴市场企业债券指数。私募信贷数据来自Preqin。指数数据截至2020年6月30日，私募信用债数据截至2019年12月31日。指数不受管理，不反映任何费用。无法直接投资指数。

在政府债券分散风险作用减弱的环境下，我们认为私募市场能够在提升投资组合抗跌性方面发挥重要作用。

方向性观点

对广泛资产类别的战略性（长期）及战术性（6至12个月）观点（2020年12月）

资产	战略性观点	战术性观点
股票	 中性	 +1 鉴于估值上升以及企业盈利及派息前景严峻，我们对股票持中性战略配置观点。我们倾向选择新兴市场股票。战术配置方面，因预期经济重启再度加速及利率持续走低，我们上调对股票的看法至超配。我们采用杠铃策略：在优质股及精选周期股之间作出均衡配置。
信用债	 中性	 +1 从战略配置角度，我们对债券持中性看法，因我们认为投资级别债券息差不足以弥补违约风险上升的影响。我们仍然看好高收益债券获取收益的能力。战术配置方面，我们保持中性久期，因宽松货币政策可抑制收益率上升。
政府债券	 -1	 中性 由于收益率接近预期下限，从战略配置角度，名义政府债券的吸引力显著下降。利率处于偏低水平，令该资产类别缓冲股票市场抛售所造成冲击的作用减弱。由于中期通胀风险上升，我们看好通胀挂钩国债表现。战术配置方面，我们保持中性久期配置，因史无前例的宽松货币政策抑制收益率上升。
现金		 中性 我们对现金持中性看法，并可运用现金超配股票及债券。我们认为在供应冲击导致股票及债券下跌时，持有现金可在一定程度上抵御风险。
私募市场	 中性	非传统回报来源（包括私募债权）具备升值及分散风险潜力。我们持中性看法的前提是对该资产类别的初始配置比重远高于大多数合格投资者的配置比重。我们认为许多机构投资者高估了流动性风险，导致对私募市场的投资比重仍然偏低。私募市场是极为复杂的资产类别，并不适合所有投资者。

附註：上述觀點從美元角度作出，2020年12月。本資料僅為於特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或對未來業績的保證。不應將本資料作為任何特定基金、策略或證券的研究或投資建議而加以倚賴。

方向性观点

2021年上调风险水平

我们预期经济重启步伐将再次加快，因此在战术上提高2021年风险水平，除超配信用债外，还上调股票持仓比重。我们认为股票风险溢价处于合理水平，实际利率下跌可能令其进一步收窄，可为估值带来支持。我们建议采用均衡配置方针，看好可受益于结构性利好因素的科技企业，并通过选持质量因子反映这观点。我们认为这类资产在明年年初可发挥抗跌性，尤其是在财政支持力度减弱或疫苗面世延迟的情况下。我们也看好有望因疫苗提前普及而上扬的周期性资产。

战略配置方面，鉴于政策改革及中期通胀升温预期，我们重新审视政府债券在策略性投资组合中的作用。我们认为名义债券收益率将继续窄幅浮动，导致债券抵御投资组合风险的作用进一步下降。我们看好通胀挂钩债券。重要的是，股票配置比重仍然高于以往通胀上升时期的一般配置比重。政策改革使折现率迅速上升并拖累各资产类别估值的风险下降。我们看好可持续发展资产，因可持续发展投资趋势尚处于起步阶段。此外，我们认为中国及私募市场的收益及升值潜力较高，且可把握独特增长趋势带来的机遇。

战术配置观点

杠铃策略

我们预期2021年经济将加速重启，这支持我们上调风险水平的观点。哪类风险资产持仓有望在明年取得领先表现？我们建议采用杠铃策略。

一方面，我们看好美国股票、亚洲（日本除外）股票以及受益于结构性增长趋势的科技企业。这类持仓偏重优质资产，能够在第一季市场波动时发挥抗跌性，同时可受益于长期科技趋势。

如行业筛选是关键图表所示，科技及健康护理行业在美国股市所占比重甚高。我们认为美国分立政府可使大型科技及健康护理企业受益，因上调企业税及大幅修订法律的可能性不大。

另一方面，我们认为无须面对结构性挑战的周期性资产将在2021年持续取得出色绩效。我们看好部分周期性资产，例如广泛新兴市场及亚洲（日本除外）股票，以及美国小盘股。

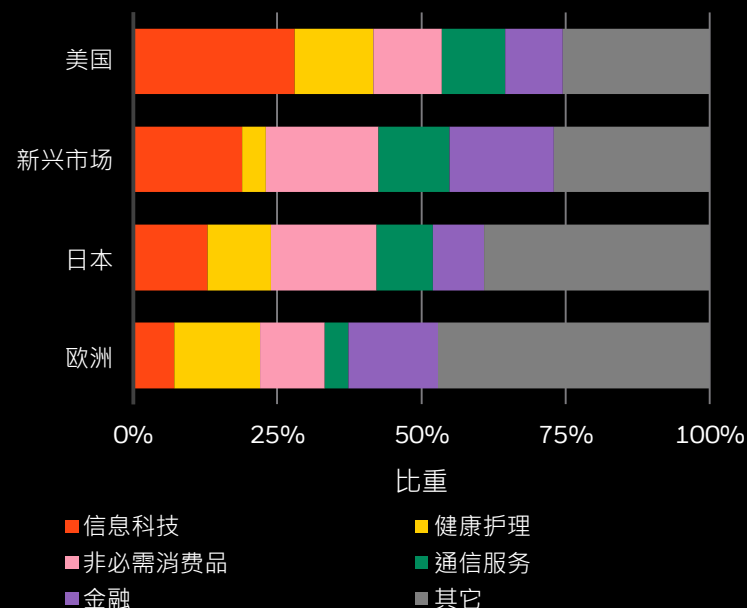
信用债方面，我们看好亚洲固定收益及高收益债券。我们上调对新兴市场硬货币及当地货币债券的观点至中性，下调对投资级别债券的观点至低配，并将所得资金用于超配看好的资产。

我们低配面临结构性挑战的周期股，包括欧洲及日本股票。低利率环境令金融业受压，而金融股于欧洲股市所占比重较高。日本受益于周期性升势的程度可能不如亚洲其它国家，而风险偏好上升及实际利率下跌加剧美元走低风险，可能推高日元汇价，使日本出口承压。

总括而言，我们的地区股票持仓侧重质量，信用债持仓则偏重周期性。整体上，我们认为杠铃两端资产的表现均领先于在2021年面对结构性不利因素的周期性资产。哪一端表现更胜一筹？这取决于两大因素：1) 疫苗普及的时间（越早对周期股越有利）；2) 财政支持政策的力度（支持政策越少对优质股及大盘股越有利）。

行业筛选是关键

MSCI地区指数的行业组成（2020年11月）

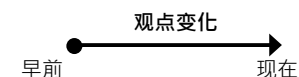


指数不受管理，不反映任何费用。无法直接投资指数。信息来源：贝莱德智库，数据来自MSCI，截至2020年11月。注：信息科技、健康护理、非必需消费品、通信服务及金融是MSCI所有国家世界指数中比重最高的五大行业。其它包括工业、必需消费品、公用事业、房地产、原材料及能源。

我们认为政府债券收益率低迷及流动性充裕，使股票风险溢价处于合理水平，支持我们在战术上提高风险水平的观点。

细分资产观点

依据确信度列出对部分资产（相比广泛全球资产类别）的6至12月战术配置观点（2020年12月）



资产	低配	超配	
股票			美国
			欧元区
			日本
			新兴市场
			亚洲（日本除外）
			动能
			价值
			最低波动
			质量
			市值

债券			美国国债
			通胀挂钩债券
			德国国债
			欧元区外围国家政府债券
			全球投资级别债券
			全球高收益债券
			新兴市场硬通货债券
			新兴市场当地货币债券
			亚洲债券

过往表现并非目前或未来业绩的可靠指标。无法直接投资于指数。附注：上述观点从美元角度作出。本数据仅为于特定时间对市场环境的评估，并非对未来业绩的预测或保证。不应将本资料作为任何特定基金、策略或证券的投资建议而加以依赖。

重要提示

本文仅向合格境内机构投资者及专业机构投资者派发，任何其他人士不应依赖本文。本文件不得向中华人民共和国(“中国”，就本文件而言，不包括香港、澳门和台湾)境内的公众提供。资料来源：贝莱德。投资涉及风险，过往业绩不一定是未来业绩的指引。任何预测并不能保证。读者应自行选择是否依赖本文提供的数据及信息。投资海外市场涉及的风险包括外汇风险、流通性有限、政府减少规管，以及市场受不利的政经及其他发展影响而大幅波动。债券投资涉及利率及信贷这两大风险。一般而言，债券的市值将随着利率上升而相应下跌。信贷风险是指债券发行商可能无法奉还本金和利息。投资者可能无法取回原本投资金额。投资价值亦可能受到汇率影响。本文不应被依赖视作预测、研究或投资建议，亦非对任何证券买卖或任何投资策略作出的建议、要约或招揽。本文乃应阁下要求提供，仅作参考数据和教育用途，在招揽或向任何人士分发属违法的任何司法管辖区，本文件并不构成与任何证券或基金有关的招揽。此外，亦不构成与本文件收件人签订投资协议的要约，或透过提出签订投资协议的要约，邀请收件人作出响应。本文件可能含有“前瞻性”信息。这些信息可能包括预测、预报、收益或回报预估及可能的投资组合构成。此外，本文可能包括其他投资工具之若干过往表现数据，该等表现数据仅作为举例用途。概无声明表示任何投资工具将会取得所示的表现，或已考虑或列出拟备本文件期间就取得、计算或呈列前瞻性数据或往绩数据时所作的各项假设。若拟备本文件期间所作的假设出现任何转变，可能会对作为举例用途的所示投资回报构成重大的影响。本文件并不构成对未来事件的预估、研究或投资建议，也不应该被视为购买、出售任何证券或采用任何投资策略的建议。本文所载属于2020年12月之意见，并可随时因随后情况变化而更改。本文所载之数据及意见，均来自贝莱德视为可靠之专有及非专有的来源，并不一定巨细无遗及保证准确。指数表现数字仅供参考之用。投资者无法直接投资于指数。概不保证所作的任何预测将会实现。有关观点不一定反映贝莱德集团旗下任何公司的全部或部分意见，且不保证其准确性。本文件属高度机密，不得复制或分发予收件人以外的其他人士。贝莱德是 BlackRock, Inc. 的注册商标。所有其他商标均为其各自拥有人的财产。